

业绩高增长 更待混改春风

买入 维持

目标价格：无

投资要点：

- 公司业绩维持高速增长，前三季归母净利润同比增 79%
- 自营、投行和资本中介业务是带动公司业绩增长的三大因素
- 集团层面的混改进入实质阶段，长期利好公司发展

报告摘要：

- 公司业绩维持高速增长。**2014 年前三季度公司实现营收 21.9 亿，同比增 57%，归属上市公司股东净利润 9.4 亿，同比增 79.1%。其中第三季度实现营收 8.0 亿，同比增 47.2%，归属上市公司股东净利润 3.4 亿，同比增 45.6%。
- 自营、投行和资本中介业务是公司业绩增长的三大驱动因素。**前三季度公司实现自营投资收益 8.7 亿，同比增 1.2 倍，主要得益于公司的直投项目陆续解禁以及公司稳健的投资风格；承销业务收入 1.6 亿元，同比增 3.5 倍，主要系公司抓住了 IPO 开闸的机遇，在股权类融资项目上斩获颇多；前三季度公司净利息收入达 4.3 亿，同比增 61%，主要系公司资本中介业务的快速发展，截止报告期末，公司的两融余额达 71.4 亿，较年初增长 79%，随着公司杠杆水平的进一步提升，未来公司的资本中介业务仍有很大可为空间。
- 国企改革是未来估值提升的催化剂。**江淮汽车的整体上市计划及海螺水泥的股权激励已开启了安徽国企改革的序幕。以此为逻辑推演，国元集团作为省属独资控股金融平台或将逐步试水国企改革，在混合所有制以及集团整体上市方面或有重大突破。国元证券受此影响，估值水平或有较大的提升空间。
- 投资建议。**我们之前预测的公司业绩高增长正逐步兑现，作为区域龙头，公司在资本中介业务和新三板等领域仍有很大发展潜力，集团层面的混合所有制改革已经进入实质阶段，长期利好公司的发展，预计 14 年/15 年 EPS 为 0.53 元/0.61 元，维持买入评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,531	1,985	2,563	2,676	2,792
增长率(%)	-13.75%	29.65%	29.14%	4.40%	4.32%
归母净利润(百万)	407	664	1,043	1,195	1,248
增长率(%)	-27.67%	63.06%	57.15%	14.53%	4.46%
每股收益	0.21	0.34	0.53	0.61	0.64
市盈率	66	41	26	23	22

非银行金融研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

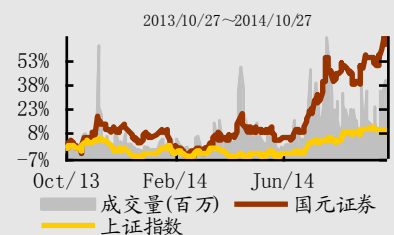
研究助理：

胡翔

电话：010-88085227

Email: huxiang@hysec.com

市场表现



相关研究

《新北洋：海外国内齐头并进，高增长可持续》

2014/10/27

《东方财富：用户价值释放，业绩保持高速增长》

2014/10/26

《安硕信息：募投影响当期利润，未来发展可期》

2014/10/26

《中海达》

2014/10/26

《银江股份：开启落地大幕，进军运营蓝海》

2014/10/23

《捷成股份：战略持续，期待外延整合协同》

2014/10/23

表 1、资产负债表相关、风险指标及估值

资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	15,762	13,311	10,133	6,869	7,212	7,573	7,951
结算备付与保证金	1,472	1,141	1,273	1,689	1,782	1,881	1,985
交易性金融资产	1,219	718	353	876	920	966	1,015
买入返售金融资产	0	0	0	3,911	4,303	4,518	4,744
可供出售金融资产	3,613	3,617	5,316	8,613	9,475	9,948	10,446
其他资产	2,833	14,685	15,175	28,169	10,580	11,436	12,357
资产总计	24,901	33,472	32,250	50,128	34,272	36,321	38,498
短期借款	0	0	0	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0	0
衍生金融负债	0	0	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	0	69	2,098	3,700	3,885	4,079
代理买卖证券款	9,159	6,996	7,469	7,121	7,477	7,851	8,243
其他负债	762	802	403	5,595	6,693	7,168	8,758
负债合计	9,921	7,798	7,941	14,814	17,869	18,904	21,080
股本	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964
归属母公司所有者权益	15,818	14,799	14,945	15,516	16,402	17,418	17,418
少数股东权益	152	0	0	0	0	0	0
所有者权益合计	15,970	14,799	14,945	15,516	16,402	17,418	17,418
风险指标	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净资本	14,805	13,627	13,797	14,131	14,955	15,899	16,486
扣除代买卖证券款负债率	4.84%	3.03%	1.91%	17.89%	38.79%	38.82%	42.43%
自营规模/净资本	32.64%	31.82%	41.09%	67.15%	67.94%	68.65%	69.51%
权益自营规模/净资本	19.20%	14.32%	2.62%	4.28%	5.78%	4.37%	0.00%
估值	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
市盈率	29.1	47.9	66.2	40.6	25.8	22.5	21.6
市净率	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5

表 2、利润表相关

利润表(百万 元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,242	1,775	1,531	1,985	2,563	2,676	2,792
手续费净收入	1,533	1,118	716	1,007	1,092	1,161	1,149
代理买卖证券业 务净收入	1,226	792	586	875	829	866	823
证券承销业务净 收入	249	277	68	55	202	223	245
资产管理业务净 收入	26	14	14	50	60	72	81
利息净收入	330	531	464	410	604	666	713
投资收益及公允 价值变动	373	112	339	558	868	849	930
其他业务收入	6	13	13	10	0	0	0
营业支出	-1,054	-1,078	-1,017	-1,151	-1,256	-1,177	-1,228
营业税金及附加	-101	-71	-56	-65	-103	-107	-112
业务及管理费	-930	-987	-958	-1,081	-1,154	-1,070	-1,117
营业利润	1,188	697	514	834	1,307	1,499	1,563
营业外收支	9	7	-2	10	5	4	6
利润总额	1,197	704	512	844	1,312	1,503	1,570
所得税	-271	-141	-105	-180	-269	-308	-322
净利润	926	563	407	664	1,043	1,195	1,248
归属母公司所有 者净利润	925	563	407	664	1,043	1,195	1,248
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	0
经营指标	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
平均总资产收益 率	3.41%	1.93%	1.24%	1.61%	2.47%	3.38%	3.34%
平均净资产收益 率	5.98%	3.68%	2.74%	4.36%	6.54%	7.06%	7.16%
管理费用率	-41.46%	-55.60%	-62.57%	-54.46%	-45.00%	-40.00%	-40.00%
营业收入/总资产	8.26%	6.08%	4.66%	4.82%	6.07%	7.58%	7.46%
每股数据(元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.47	0.29	0.21	0.34	0.53	0.61	0.64
每股净资产	8.05	7.53	7.61	7.90	8.35	8.87	8.87

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长(机构客户部副总经理), 战略新兴产业 首席分析师, 聚焦计算机与互联网行业。

毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011 年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012 年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013 年新财富最佳分析师第二名。

代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。

个股: 首度挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份, 覆盖东软集团、用友软件。

机构销售团队

类别	姓名	电话	手机	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。